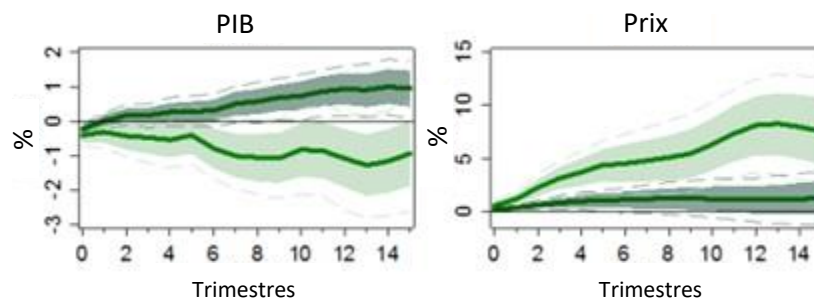


Le ciblage de l'inflation, absorbeur des chocs dus à des catastrophes naturelles ?

Par [Christoph Grosse Steffen](#) (avec Marcel Fratzscher et Malte Rieth)

Dans les pays en ciblage strict de l'inflation, la croissance est plus soutenue et l'inflation plus faible après de grands chocs dus à des catastrophes naturelles. Le ciblage de l'inflation peut donc être un important amortisseur de chocs, essentiellement grâce un policy mix différent. Une flexibilisation du régime de ciblage pourrait rendre la stabilisation des futures récessions plus difficile.

Graphique 1 : Les avantages du ciblage de l'inflation (=vert foncé) en cas de catastrophes importantes



Note. Effets d'une catastrophe naturelle pour laquelle les sinistres déclarés représentent 1 % du PIB au trimestre $t=0$. Pays en ciblage d'inflation = gris foncé, pays sans ciblage d'inflation = vert clair.

Source : Fratzscher, Grosse Steffen & Rieth (2017)

Quels sont les avantages d'une politique monétaire menée dans le cadre d'un régime de ciblage de l'inflation ? En théorie, l'engagement plus important des décideurs dû à la présence et à la communication d'une cible d'inflation numérique explicite accroît l'efficacité de la politique monétaire. Toutefois, les données permettent difficilement de mesurer les avantages liés à l'adoption d'un régime de ciblage de l'inflation. En effet, le ciblage de l'inflation est devenu populaire après 1990, période de faible volatilité macroéconomique dans de nombreuses économies avancées, connue sous le nom de « Grande modération ». Lorsqu'un pays a la « chance » de ne pas subir de grands chocs, il est plus difficile de déterminer s'il conduit de « bonnes politiques », notamment en matière de réduction des taux d'inflation ([Ball & Sheridan 2003](#)).

Nous partons de gros chocs sous la forme de catastrophes naturelles pour montrer que les résultats économiques diffèrent d'un pays à l'autre durant la période immédiatement postérieure à ces chocs, selon qu'ils disposent ou non d'un régime de ciblage de l'inflation ([Fratzscher, Grosse Steffen & Rieth 2017](#)). Cette approche s'appuie sur le caractère imprévisible

des catastrophes naturelles conjugué à leurs conséquences économiques significatives afin d'isoler les effets du ciblage d'inflation en période de profonde récession.

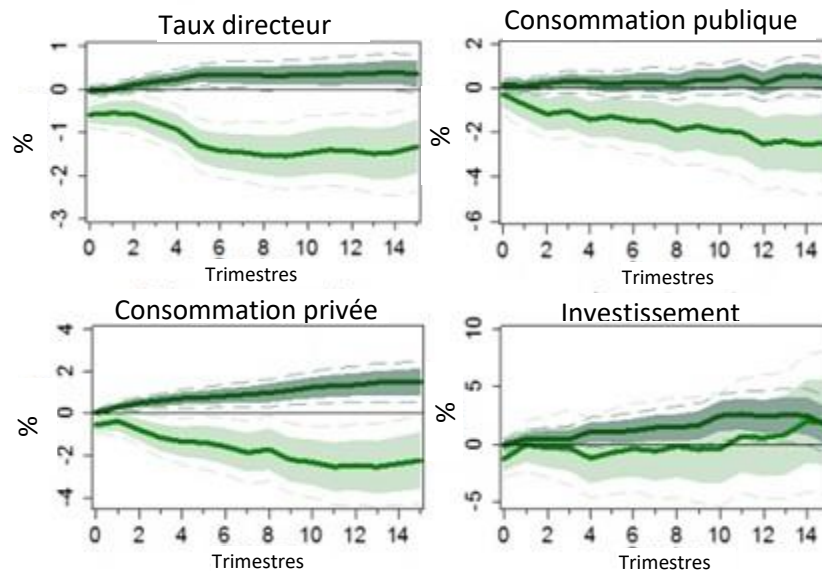
Les résultats basés sur un échantillon de 76 pays au cours de la période 1970-2015 suggèrent que l'adoption d'une cible d'inflation entraîne des gains significatifs en termes de stabilisation macroéconomique. Durant les quatre années suivant une catastrophe naturelle qui donne lieu à des sinistres déclarés équivalents à 1 % du PIB, la croissance de la production augmente de 0,16 point de pourcentage en moyenne et les taux d'inflation diminuent de 0,44 point de pourcentage par trimestre dans les pays ayant adopté une cible d'inflation. Bien que la Grande récession de 2009 ne soit pas au cœur de notre réflexion, ces conclusions confortent l'idée que le ciblage d'inflation aurait contribué à en atténuer les effets négatifs ([Miles, Panizza & Reis 2017](#)).

Un dosage différent des politiques monétaire et budgétaire accentue la croissance de la production et fait baisser l'inflation

Au départ, une catastrophe naturelle entraîne une contraction de la production et une hausse de l'inflation, aussi bien dans les pays cibles d'inflation que dans les pays non cibles. Toutefois, dans les pays qui ciblent l'inflation, la reprise est plus rapide et plus prononcée (cf. graphique 1). Cela est dû à un redressement de la consommation privée et, dans une moindre mesure, de l'activité d'investissement (cf. graphique 2). Compte tenu de la hausse du taux d'inflation, les pays cibles d'inflation réagissent au choc avec un décalage en resserrant progressivement la politique monétaire durant la phase de reprise.

En revanche, les pays qui ne ciblent pas l'inflation réduisent le taux directeur immédiatement, ce qui se traduit par une hausse des taux d'inflation avec un décalage, mais pas par une augmentation de la production. En effet, les dépenses publiques réagissent de manière plus pro-cyclique dans les pays qui ne ciblent pas l'inflation, ce qui pèse sur la croissance du PIB. Nous interprétons ce résultat au regard des complémentarités entre politique monétaire et politique budgétaire. Le ciblage de l'inflation impose une discipline budgétaire en période normale, ce qui permet des dépenses publiques plus contra-cycliques à la suite de grandes catastrophes.

Graphique 2. Les pays ciblesurs d'inflation (=vert foncé) réagissent aux grandes catastrophes avec un dosage différent de leurs politiques économiques



Note. Effets d'une catastrophe naturelle pour laquelle les sinistres déclarés représentent 1 % du PIB au trimestre $t=0$. Pays avec ciblage d'inflation = gris foncé, pays sans ciblage d'inflation = vert clair.

Source : Fratzscher, Grosse Steffen et Rieth (2017)

La volatilité macroéconomique observée à la suite de chocs importants est plus faible lorsqu'il y a ciblage de l'inflation

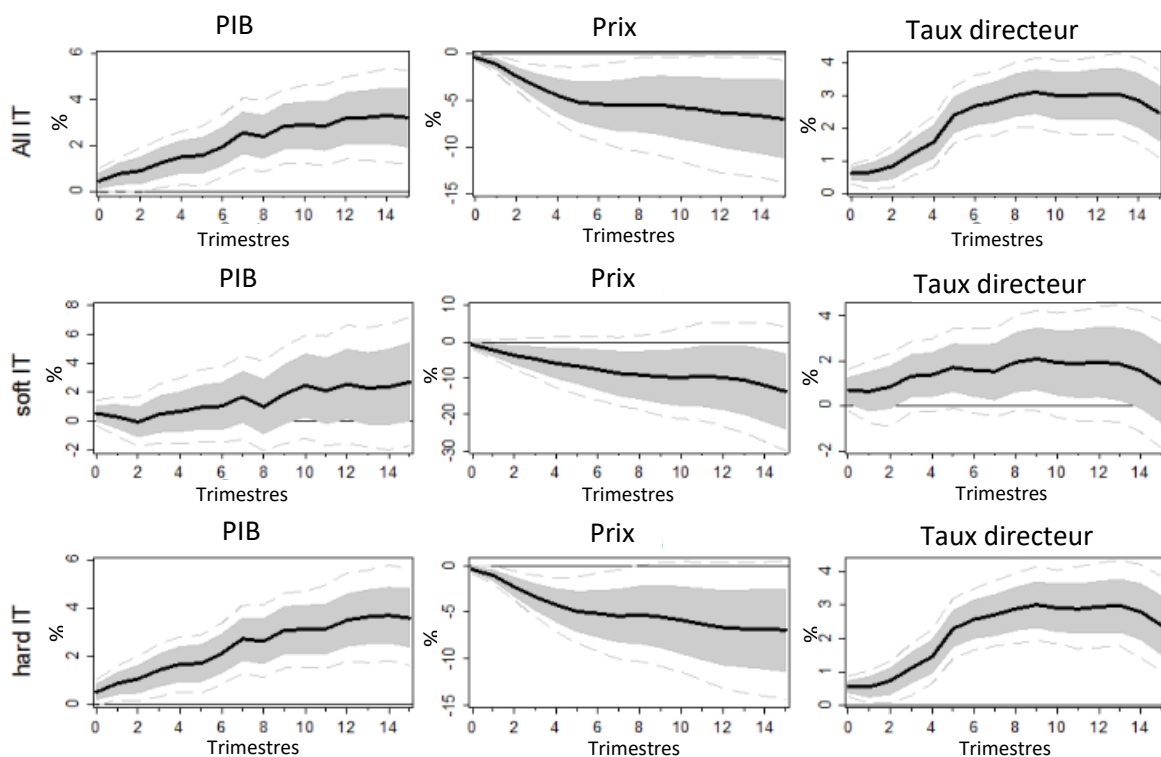
Nous notons également que la volatilité macroéconomique au cours des quatre années qui suivent une catastrophe naturelle est significativement plus élevée dans les pays qui ne ciblent pas l'inflation. Nous interprétons ce résultat comme une indication supplémentaire de la capacité de stabilisation du ciblage de l'inflation. Au terme d'une analyse de sensibilité détaillée, nous parvenons à la conclusion que nos résultats de référence pour la moyenne et la volatilité des variables sont robustes en contrôlant de nombreux amortisseurs de chocs alternatifs, tels qu'un régime de change flexible. Dans le même temps, notre analyse de sensibilité montre que les résultats pour l'effet lié à la moyenne résultent en partie du fait que les pays ciblant l'inflation ont en moyenne de meilleures institutions. C'est ce que confirment les recherches montrant que la politique budgétaire est moins pro-cyclique lorsque la qualité des institutions est plus élevée ([Frankel, Vegh & Vuletin, 2011](#)).

Une trop grande flexibilité pourrait rendre la stabilisation plus difficile

Disposer d'un régime de ciblage de l'inflation *de jure* est-il suffisant pour bénéficier de ces effets de stabilisation ? Afin de répondre à cette question, le groupe des pays avec cible d'inflation est divisé en deux sous-échantillons en fonction d'une mesure *ex post* du respect de cette cible. Les pays sont qualifiés de « *hard targeters* » (pays à ciblage strict) s'ils affichent de meilleurs

résultats en matière de respect de leur objectif d'inflation. Les résultats sont frappants : c'est le sous-échantillon des pays à ciblage strict qui réussit bien en termes de stabilisation du PIB/de l'inflation après un choc sous forme de catastrophe naturelle, tandis que la réponse économique des « *soft targeters* » (pays à ciblage souple) à un tel choc ne peut être distinguée de celles des pays non cibleurs (cf. graphique 3). Cela suggère que lorsqu'il s'agit de recalibrer les régimes de ciblage d'inflation, comme cela est débattu dans les cercles politiques monétaires et dans les milieux académiques ([Baldwin & Reichlin, 2013](#)), trop de flexibilité pourrait compliquer la stabilisation des futures récessions.

Graphique 3 : Les pays à ciblage strict tirent davantage parti d'une cible d'inflation lorsqu'ils sont touchés par une catastrophe



Note : Effets cumulatifs-différentiels de la variable d'un choc sous forme de catastrophe naturelle entre les pays cibleurs et les pays non cibleurs. Source : Fratzscher, Grosse Steffen & Rieth (2017).